

Пульс рынка

- ▶ **Б. Бернанке не исключил возможность QE3.** Отвечая на вопросы Конгресса, глава ФРС упомянул о возможности запуска QE3, включающего выкуп казначейских и ипотечных облигаций, а также прямое кредитование банков (discount window) для финансирования их ипотечных программ, в случае дальнейшего замедления темпов восстановления экономики. Оценка состояния экономики была ухудшена по причине выхода разочаровывающих макроданных. На наш взгляд, интересным в выступлении является предостережение в адрес Конгресса по поводу бюджетной политики (разрешения fiscal conundrum), которая остается неопределенной. По сути, правительство США в конце 2012 г. встанет перед выбором: либо ввести жесткие ограничения бюджетных расходов для снижения дефицита (с риском усиления рецессии), либо повысить "потолок" госдолга (что, по мнению республиканцев, несет долгосрочные риски для американской экономики). Сохраняющиеся на высоком уровне ожидания новых мер стимулирования экономик США и Китая поддерживают аппетит к риску: вчера индексы акций прибавили 0,5%.
- ▶ **Иностранцы должны получить допуск к корпоративным бумагам одновременно с ОФЗ.** По данным Интерфакса, на межведомственном совещании с участием Минфина, ЦБ РФ и ФСФР было вынесено положительное решение по вопросу прямого доступа иностранных депозитариев Euroclear и Clearstream не только на рынок госбумаг, но и на рынок корпоративного долга. При этом Минфин выступил основным инициатором предложения прямого доступа иностранных депозитариев на внутренний рынок без выделения отдельно госсекции (как планировалось ранее). Таким образом, уже осенью этого года после создания центрального депозитария (на базе НРД) иностранные инвесторы получат полноценный доступ (учитывающий переход прав собственности) к рынку рублевых облигаций через международные системы расчетов. Тем не менее, мы не ожидаем, по крайней мере, в среднесрочной перспективе сокращения спреда между корпоративными бумагами и ОФЗ (который в последнее время заметно расширился на 25 б.п до 100-150 б.п. по первому эшелону) по причине все еще низкого интереса нерезидентов к российскому корпоративному риску на локальном рынке (в том числе из-за вопросов юрисдикции).
- ▶ **В ответ на повышенный спрос Минфин удлинит дюрацию предложения.** На сегодняшнем аукционе Минфин предложит 15-летние бумаги ОФЗ 26207 в объеме 15 млрд руб. вдобавок к ранее планируемому 7-летнему выпуску 26208 номиналом 15 млрд руб. с ориентирами YTM 8,27-8,32% и YTM 7,75-7,80%, соответственно. Стоит отметить, что Минфин в 1П 2012 г. заметно отстал от плана (615 млрд руб.) по заимствованиям, разместив лишь 44%. По-видимому, ведомство решило увеличить предложение вследствие сохранения благоприятной конъюнктуры на рынке ОФЗ: бумаги уже полностью восстановили майские ценовые потери, которые достигали 6 п.п. Ориентиры предполагают небольшую премию (3 б.п. по цене закрытия вчера) к рынку лишь по верхним границам. Принимая во внимание позитивную динамику цен на нефть (Brent подорожала вчера еще на 1 долл. до 104 долл./барр.) и укрепление курса рубля, мы ожидаем высокий спрос (прежде всего, со стороны нерезидентов) на размещаемые ОФЗ без премии к рынку: по цене 99,35%-99,45% для ОФЗ 26208 и 100,20% для ОФЗ 26207. Продвижение в вопросе устранения инфраструктурных барьеров усиливает спекулятивный интерес к рынку ОФЗ: спред 7-летних ОФЗ - Russia 18 все еще находится на своем максимуме - 165 б.п. Фактором, ограничивающим интерес локальных инвесторов к рынку ОФЗ, является напряженность на денежном рынке (в связи с уплатой налогов), которая удерживает ставки о/п междилерского РЕПО около 6,0% годовых.
- ▶ **РЖД возвращает в рынок бумаги без премии.** В рамках вторичного размещения эмитент планирует продать бумаги РЖД-14 в объеме до 9 млрд руб. (которые были выкуплены в ходе оферты в апреле) по цене не ниже номинала, при этом котировки на вторичном рынке находятся пределах 99,7-100,4% от номинала (YTM 7,94% @ апрель 2015 г.). Мы ожидаем, что на волне наблюдающегося оптимизма на локальном рынке инвесторы проявят повышенный спрос на РЖД-14 в ожидании сужения спреда к кривой ОФЗ с 90 б.п. в диапазон 50-70 б.п. (являющегося средним значением до осенних распродаж 2011 г.).
- ▶ **ВНИМАНИЕ - ОПРОС: узнай ожидания рынка!**

Темы выпуска

- ▶ Трансконтейнер: рост тарифов помог улучшить рентабельность

Трансконтейнер: рост тарифов помог улучшить рентабельность

Результаты 1 кв. оцениваем позитивно

Трансконтейнер (-/Ba3/BB+) опубликовал финансовые результаты по МСФО за 1 кв. 2012 г., которые произвели на нас позитивное впечатление. Выручка, скорректированная на расходы по услугам подрядчиков-соисполнителей, оказанным по сквозной ставке, выросла на 46% г./г. до 6,5 млрд руб., что сопровождалось ростом рентабельности по EBITDA на 3,5 п.п. до 37,7%, которая даже немного превысила показатель за весь 2011 г. (37,2%).

Мы отмечаем заметное увеличение краткосрочного долга в 1 кв. (с 11% до 43% в общем долге), что обусловлено наступлением срока погашения облигаций Трансконтейнер, 01 в феврале 2013 г. (номинал - 3 млрд руб.). При этом риски рефинансирования, на наш взгляд, для компании невысоки, поскольку ликвидные средства на балансе полностью покрывают объем краткосрочного долга, но с учетом масштабных инвестиционных планов мы не исключаем, что компания привлечет новый долг для рефинансирования. Долговая нагрузка в терминах отношения Чистый долг/LTM EBITDA остается на комфортном уровне (0,5x).

Ключевые финансовые показатели Трансконтейнера

В млн руб., если не указано иное	1 кв. 2012	1 кв. 2011	изм.	1 кв. 2012	4 кв. 2011	изм.
Выручка	8 534	6 402	+33%	8 534	8 905	-4%
Скорректированная выручка*	6 453	4 404	+46%	6 453	6 613	-2%
EBITDA	2 434	1 507	+61%	2 434	2 056	+18%
Рентабельность по EBITDA**	37,7%	34,2%	+3,5 п.п.	37,7%	31,1%	+6,6 п.п.
Чистая прибыль	1 202	586	+2,0x	1 202	851	+41%
Операционный поток	1 878	1 303	+44%	1 878	1 269	+48%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-171	-1 904	-11,1x	-171	-2 431	-14,2x
Капвложения	-601	-618	-3%	-601	-1 656	-2,8x
Финансовый поток	-70	1 409	-	-70	-85	-18%

в млн руб., если не указано иное	31 марта 2012	31 дек. 2011	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	9 188	9 348	-2%
Краткосрочный долг	3 946	1 032	+3,8x
Долгосрочный долг	5 242	8 316	-37%
Чистый долг	4 805	6 107	-21%
Чистый долг/EBITDA LTM***	0,5x	0,7x	-

*Выручка за вычетом расходов по оплате услуг сторонних организаций, относящихся к интегрированным экспедиторским и логистическим услугам

**Показатель рентабельности рассчитан, исходя из скорректированной выручки

*** EBITDA за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки обеспечен увеличением объемов и тарифов

Рост скорректированной выручки был обеспечен в целом положительной динамикой ключевого сегмента - контейнерных ж/д перевозок - как за счет роста физических объемов (+10,7% г./г. до 346,8 тыс. ДФЭ (двадцатифутовый эквивалент)), так и увеличения доходных перевозок (загруженных вагонов) на 12,5%, повышения тарифов, а также консолидации АО "Кедентранссервис" в марте 2011 г. При этом снижение перевозок импорта (-8% г./г.) из-за повышения тарифов компании в декабре 2011 г. было компенсировано ростом доходов по внутренним, экспортным и транзитным маршрутам. Также вклад в увеличение выручки внесли логистические и прочие экспедиторские услуги как благодаря наращиванию объемов транспортировки, так и повышения цен. Снижение объемов терминальной переработки в РФ на 9,1% г./г. до 335 тыс. ДФЭ (в результате списания старых среднетоннажных контейнеров (-41,3% г./г.)) было нивелировано повышением тарифов, а также эффектом от консолидации Кедентранссервиса.

В результате умеренного роста расходов рентабельность повысилась до 37,7%

В целом операционные расходы компании росли более медленными темпами, чем выручка, что привело к улучшению рентабельности по EBITDA до 37,7% с 34,2% годом ранее. Однако мы отмечаем опережающее увеличение расходов, связанных с порожним пробегом контейнеров: повышением коэффициента порожнего пробега до 39,3% против 36,1% в 1 кв. 2011 г. и тарифа РЖД на 6% для порожних перевозок. Напомним, что рост коэффициента порожнего пробега, по словам менеджмента, связан с передислокацией парка в 1 кв. Во 2 кв. 2012 г. произошло некоторое восстановление этого показателя - до 35,6% (34,4% по итогам 2011 г.), однако представленные ранее оценки компании, что он стабилизируется на уровне 34% в целом за 2012 г., на наш взгляд, слишком оптимистичны.

Во 2 кв. отмечаем замедление темпов роста контейнерных перевозок

Во 2 кв. 2012 г. темпы роста контейнерных перевозок г./г. несколько замедлились (+8,6%) из-за сокращения внутренних перевозок на 4,5% (что компания связывает с оптимизацией маршрутной сети, а также усилением конкуренции) при наращивании перевозок импорта и продолжении увеличения транзитных перевозок. При этом продолжился рост доходных перевозок (+12,6% г./г.). Объемы перевалки контейнеров на терминалах компании продолжили снижаться и во 2 кв. на 14,6% г./г. (напомним, -9,1% г./г. в 1 кв.) как за счет списания среднетоннажных контейнеров, так и за счет сокращения объемов обработки интермодальных контейнеров. Последнее, на наш взгляд, может служить тревожным сигналом, поскольку в 1 кв. это сокращение (-2,3% г./г.) объяснялось компанией падением перевозок импорта, тогда как во 2 кв. объемы импорта демонстрируют рост, а сокращение обработки интермодальных контейнеров продолжилось более высокими темпами (-10% г./г.). Отметим, что данная динамика может оказать давление на маржинальный сегмент выручки.

Компания имеет гибкость в реализации капиталат

На 2012 г. компанией запланирована инвестиционная программа в объеме 6,8 млрд руб. (увеличение по сравнению с 2011 г. на 62%) на закупку вагонов и развитие терминалов. При этом капиталовложения в 1 кв. составили лишь менее 10% от совокупной программы (601 млн руб. при операционном денежном потоке 1,9 млрд руб.). После отчетной даты в апреле 2012 г. компания заключила договор на приобретение 400 контейнерных платформ на сумму 1,2 млрд руб. (включая НДС), из них 208 платформ уже поставлены. Финансирование планируется осуществлять за счет собственных средств (накопленной ликвидности и операционного денежного потока). В случае резкого замедления мировой экономики и падения грузооборота компания вполне может сократить часть своей инвестпрограммы.

Не исключаем, что для рефинансирования рублевого выпуска будут привлечены новые займы

Совокупный долг в 1 кв. остался на уровне 9,2 млрд руб., при этом произошло заметное увеличение доли краткосрочной задолженности. По заявлениям менеджмента, погашение выпуска облигаций в феврале 2013 г. может быть осуществлено за счет привлечения нового публичного долга в случае благоприятной конъюнктуры либо за счет накопленных денежных средств (4,4 млрд руб. на конец 1 кв. 2012 г.). Однако с учетом масштабной инвестпрограммы мы не исключаем рефинансирования долга за счет новых займов.

Бумаги ТрансКонт-1 интересны для buy & hold

Рублевые облигации эмитента имеют низкую ликвидность и котируются со спредом 80-100 б.п. к кривой доходностей материнской компании РЖД, что, на наш взгляд, является справедливой компенсацией за разницу в кредитном риске и возможное снижение доли РЖД (в свете планируемой приватизации). Бумаги ТрансКонтейнер, 01 (YTM 8,0% @ февраль 2013 г.) предлагают интересную доходность (в сравнении с бумагами нефинансовых эмитентов категории BB+) для инвестирования до погашения.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Лукойл
Башнефть	Новатэк
БКЕ	Татнефть
Газпром	Транснефть
Газпром нефть	ТНК-ВР

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
Трансаэро	

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Финансовые институты

Абсолют Банк	Банк Санкт-Петербург
АИЖК	Банк Центр-инвест
Альфа банк	ВТБ
Азиатско-	ВЭБ
Тихоокеанский Банк	
Банк Москвы	ЕАБР
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Распадская
Евраз	РМК
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	СУЭК
Мечел	ТМК
НЛМК	ЧТПЗ
Норильский	Uranium One
Никель	

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	Ростелеком
МТС	Теле2

Химическая промышленность

Акрон	Нижнекамскнефтехим
ЕвроХим	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	РусГидро
Ленэнерго	ФСК
Мосэнерго	

Прочие

АФК Система

КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк
КБ Ренессанс Капитал	РСХБ
ЛОКО-Банк	Сбербанк
МКБ	ТКС Банк
НОМОС Банк	ХКФ Банк
ОТП Банк	

Список последних обзоров по макроэкономике

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Макростатистика мая: позитив, надолго ли?

Платежный баланс

Со слов А. Улюкаева, отток капитала в феврале замедлился до 9 млрд долл.

Инфляция

Инфляция: на низком старте

Валютный рынок

Мы пересматриваем прогнозы по платежному балансу и курсу рубля на 2012 г.

Монетарная политика ЦБ

ЦБ ожидаемо оставил ставки неизменными

Банковский сектор

Банковский сектор: облигации как источник роста розницы

Промышленность

Промышленное производство: обманчивый рост

Внешняя торговля

Внешняя торговля: замедление импорта прекратилось

Ликвидность

Рублевая ликвидность: залог на пределе

Интервенции ЦБ

Интервенции ЦБ: исключение или новое правило?

Бюджет

Бюджет РФ: улучшения ситуации с ликвидностью пока не ждем

Долговая политика

Пополнение Резервного фонда в долг

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Павел Папин		(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин		(+7 495) 721 2846
-----------------	--	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.